

论美元稳定币的挑战、监管竞争与中国方案

邓建鹏^{*}

内容提要：美国《GENIUS 法案》的出台标志着数字货币竞争进入规则重塑阶段。与欧盟 MiCA 法案及我国香港特区《稳定币条例》等相比，美国《GENIUS 法案》通过美元—稳定币—美债闭环，实现了美元国际主导权的数字化延伸。当下主流稳定币实质是价格与美元大致一比一可兑换的美元稳定币，并在跨境支付、资本流动、货币政策传导等领域对中国金融安全与货币主权形成潜在挑战。对此，我国可调整监管理念，采取构建主权货币防火墙、离岸人民币稳定币体系、穿透式监管科技平台及现实世界资产代币化协同生态等具有实践价值的方案，以香港为战略支点，分阶段推进离岸人民币稳定币试点和实践，联合“一带一路”共建国家构建多边稳定币联盟，同步完善链上资金监测与立法保障，为数字时代人民币国际化开辟新路径，服务于维护国家金融安全与货币主权。

关键词：稳定币 货币主权 数字货币 金融安全 区块链金融

稳定币早期由加密资产交易需求催生，与所锚定的法币保持 1 : 1 相对稳定的兑换比例，是链上交易的计价尺度、流动性中枢和避免比特币等其他加密资产价格巨幅波动风险的重要工具，近年逐渐发展为链接区块链金融和传统金融的重要桥梁。稳定币把法定货币转化为可编程、^{〔1〕} 全球随时随地可结算的数字货币，重塑支付与清结算模式。稳定币的交易者都在同一区块链账本（如以太坊、波场或 Solana）记账，这种点对点交易不需要中间环节（如银行或第三方支付机构），实现支付即结算。随着区块链技术快速发展和加密资产市场不断壮大，稳定币逐步成为全球区块链金融生态中的重要基础设施。未来诸如证券、债券、保险及货币市场基金等各类资产类别都可能上链交易，稳定币支付功能的重要性将进一步呈现。不过，作为近年来的重要创新金融

^{*} 邓建鹏，中央财经大学法学院教授。

〔1〕 可编程是指通过智能合约将区块链上资产的规则、条件和执行逻辑编码为自动化、可验证的代码，稳定币等资产可嵌入分红、赎回和质押等功能。

形态，稳定币的潜在挑战与风险尚未引起金融法与金融监管研究者充分重视。^{〔2〕}

本研究立足国家金融安全与货币主权博弈视角，解析稳定币监管竞争趋势，重点指出美国《指导和建立美元稳定币的国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U. S. Stablecoins Act，下文简称《GENIUS 法案》）背景下美元国际货币主导权数字化延伸的新路径，揭示《GENIUS 法案》通过美元→稳定币→美债闭环，将传统美元升级为低成本跨境支付的数字化体系。本研究将解析美元稳定币对他国货币主权的冲击、资本外流与支付替代风险，并基于中国立场，设计离岸人民币稳定币推进路径，提出通过香港试点实现人民币国际化在数字维度的突围，以现实资产代币化（RWA）作为人民币稳定币的重要应用场景，维护国家金融安全与货币主权。

一、稳定币崛起下的金融变局与监管挑战

稳定币自 2014 年出现，多锚定美元。学者指出，法币支持型稳定币占据整个稳定币市场的大头，其中，美元稳定币市值在稳定币市场的占比高达 95% 左右。^{〔3〕} 因此，行业讨论的稳定币实为美元稳定币。稳定币发行商如泰达公司（Tether）或世可公司（Circle）等为机构客户或通过验证流程的用户提供旗下稳定币 [分别为泰达币（USDT）和 USDC] 的发行与赎回服务。以泰达公司的稳定币为例，其发行流程如下：（1）授权参与者（Authorized Participant，AP）将美元汇入泰达公司银行账户；（2）泰达公司按每存入 1 美元创建 1 个泰达币的标准创建泰达币并发送至授权参与者加密钱包；（3）泰达公司购买美国短期国债，获得年化约 4.25% 的净利息差。稳定币赎回流程如下：（1）授权参与者将泰达币发送到泰达公司加密钱包；（2）泰达公司按照泰达币对应的美元金额出售相应短期国债；（3）泰达公司将收到的泰达币对应美元现金汇入授权参与者银行账户；（4）泰达公司销毁相应泰达币，将其从流通中移除。

与央行数字货币（CBDC）相比，稳定币依托区块链账本实现去中心化流通，突破国界与司法管辖区域限制，实现全球自由流转。与传统支付工具相比，稳定币实现了最短支付路径实时到账，跨境支付手续费低。美元稳定币在一些欠发达国家广泛应用，除美元本身“坚挺”外，还在于其获取与支付的高度便捷性——仅借助手机下载加密资产钱包，即可实现全球范围内支付，提升支付的可及性与高效率。在人工智能协同前景方面，稳定币的可编程性正使其成为人工智能体（AI Agents）的理想支付工具，人工智能体可通过智能合约自动完成服务购买、结算分账等操作。人工智能体之间将促成大量高频经济活动，相互间的交易采用稳定币作为支付工具。稳定币支付与人工智能体结合，将重塑网络世界的权利义务关系及金融规则。然而，这种技术驱动下的金融生态重构将导致监管套利与技术风险并存。区块链账本的出现标志着传统金融市场基础设施

〔2〕 早期少量代表性研究，参见 Douglas Arner, Raphael Auer & Jon Frost, *Stablecoins: Risks, Potential and Regulation*, 39 Financial Stability Review 95 (2020); 邓建鹏、张夏明：《稳定币 USDT 的风险及其规制对策》，载《经济社会体制比较》2021 年第 6 期；赵炳昊：《应对加密数字货币监管挑战的域外经验与中国方案——以稳定币为切入点》，载《政法论坛》2022 年第 2 期。

〔3〕 参见朱太辉：《全球稳定币监管的框架、理论与趋势研究》，载《金融监管研究》2025 年第 3 期。稳定币可分为资产（法币或加密资产）支持型稳定币和算法型稳定币，其类型和内涵参见邓建鹏、张夏明：《稳定币的内涵、风险与监管应对》，载《陕西师范大学学报（哲学社会科学版）》2021 年第 5 期。本文集中研究锚定美元的稳定币，对其他类型不作探讨。

发生变化，稳定币则意味着数字孪生大趋势的开启，即将现实资产引入区块链账本并代币化，这种现实资产代币化提高了资产的全球流动性。至 2025 年 8 月 23 日，全球稳定币市值 2674 亿美元，其中 USDT 约 1650 亿美元，USDC 约 650 亿美元，单月总交易额高达 3.53 万亿美元。^{〔4〕} 稳定币逐渐承担重要金融功能，但又部分逸出传统金融体系及监管渠道，其全球金融风险与监管挑战巨大。根据近年反洗钱金融行动特别工作组（FATF）、国际清算银行（BIS）和金融稳定委员会（FSB）的权威报告或研究，^{〔5〕} 其风险与挑战主要可归纳为以下四方面：

一是非法活动与监管规避风险。稳定币因交易成本低、流动性高且具有一定匿名性，日益成为洗钱、恐怖融资、毒品交易等非法活动的工具。犯罪分子常通过混币器、跨链桥等技术手段增强匿名性，并通过休眠账户进行无交易背景的资金操作，实现洗钱分层。其点对点交易特性及非托管钱包的使用，绕过了传统反洗钱/反恐融资（AML/CFT）体系中受监管的实体，削弱了现有监管框架的有效性，尤其在全球范围内对虚拟资产服务提供商（VASP）的监管标准执行不均衡的情况下，风险更为突出。

二是对货币主权与货币政策的挑战。美元稳定币的跨境广泛使用，将侵蚀其他国家的货币主权。特别是在高通胀或汇率波动经济体中，居民更可能倾向于使用美元稳定币，导致本国货币替代现象，削弱货币政策传导效能，并影响外汇管制与资本流动管理措施的有效实施。非美国居民可借此无缝持有美元债权，进一步加剧货币政策外溢效应。

三是金融稳定与系统性风险。稳定币与传统金融体系的关联日益紧密，带来新型风险传导渠道。在储备资产管理中，发行方为追求收益可能大量投资于短期融资工具，在市场压力时期可能引发流动性紧缩并波及美元融资市场。部分稳定币的储备资金以无保险批发存款形式存入银行体系，实质上形成零售资金的集中再投放，放大银行部门的期限错配与风险暴露。此外，稳定币屡次发生脱锚乃至崩盘事件，其承诺的稳定性备受质疑，极端时期可能引发市场恐慌和连锁反应。

四是跨境监管协调与合规困境。稳定币依托公有链实现全球无缝流通，与以司法辖区为边界的传统金融监管架构之间存在根本矛盾。现有“相同业务、相同风险、相同监管”原则难以有效适应稳定币跨域、匿名的本质属性。尽管部分司法管辖区已推行发牌制和运营要求，但全球监管框架仍呈现碎片化状态，既容易导致监管套利，也使执法部门在应对数十亿笔匿名交易时面临执法资源不足、效能有限的困境。

二、美国稳定币监管框架与潜在影响

随着稳定币在金融市场崛起及其夹带的种种风险与挑战，全球主要发达经济体（如美国、欧盟

〔4〕 其数据实时变化，参见 <https://app.rwa.xyz/stablecoins>。

〔5〕 See Financial Action Task Force, *Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, available at <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/recommendations/2025-Targeted-Update-VA-VASPs.pdf.coredownload.pdf>, last visited on Aug. 7, 2025; Inaki Aldasoro, Matteo Aquilina, Ulf Lewrick & Sang Hyuk Lim, *Stablecoin Growth-policy Challenges and Approaches*, available at <https://www.bis.org/publ/bisbull108.pdf>, Last visited on Aug. 17, 2025; *BIS Annual Economic Report 2025*, p. 86, available at <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e.pdf>, last visited on Aug. 5, 2025; Juan Carlos Crisanto, Johannes Ehrentraud & Denise Garcia Ocampo, *Stablecoins: Regulatory Responses to Their Promise of Stability*, available at <https://www.bis.org/fsi/publ/insights57.pdf>, last visited on Aug. 1, 2025.

及中国香港等)开启了稳定币立法与监管。欧盟《加密资产市场监管法案》(Markets in Crypto Assets, 下文简称 MiCA)于 2024 年生效,^{〔6〕}美国于 2025 年制定了《GENIUS 法案》,^{〔7〕}我国香港特区于 2025 年 5 月通过了《稳定币条例》。^{〔8〕}后两部针对性法案代表监管框架重大突破,揭示了数字货币竞争已进入规则重塑与战略先发的新阶段。其中,美国监管法案对当前主流稳定币——美元稳定币产生直接规制效力,影响最为深远。

(一) 比较视野下美国法案的内涵、特征与不足

美国《GENIUS 法案》的关键内容包括:(1) 储备要求,稳定币发行者必须具备 100% 储备支持,储备资产需为美元、短期美国国债等高流动性资产;(2) 监管分级,美国境内稳定币发行商的稳定币市值超过 100 亿美元,需接受联邦储备系统或货币监理署(OCC)直接监管,小型发行者可由州监管;(3) 透明度与合规要求,禁止误导性营销,要求发行者遵守反洗钱(AML)和“了解你的客户”(KYC)规定,市值超 500 亿美元的发行商需进行年度财务报表审计,以确保透明性。《GENIUS 法案》试图利用新兴技术防范非法金融风险。一方面,法案将发行人作为反洗钱和打击非法金融活动的“第一责任人”,稳定币发行人拥有根据监管要求、打击非法金融活动的技术能力;另一方面,《GENIUS 法案》要求美国财政部金融犯罪执法网络(FinCEN)制定新的针对加密资产活动反洗钱规则,同时开发新工具以监测非法加密活动,审查发行人合规计划。

美国《GENIUS 法案》为稳定币发行、法定准备金、透明度和监管等制定了明确规则,稳固稳定币与美元挂钩的机制,构建了美元—稳定币—美债闭环,这一设计将促成稳定币发行商成为美债的长期重要买家。《GENIUS 法案》利用稳定币强化美元在国际货币体系中的地位,提高全球对美元的数字支付接受度和需求。同时,法案通过监管规则输出,要求境外发行商在两年过渡期内符合美国标准,将美元稳定币变为全球数字支付基础设施,稳定币事实上成为美元的数字化扩展体,成为美元影响力的全球延伸。《GENIUS 法案》限制非美元稳定币在美国的合规性,但没有限制美元稳定币在国外的合规性。美国法案在联邦层面明确了稳定币的定义、发行机构的合规要求、监管的责任单位、稳定币在何种范围内运作等等,为“规模更大、渗透更广”的区块链金融活动提供了合规的制度通道。

2023 年以来, MiCA 为欧盟加密资产市场提供了分类监管的思路,首创电子货币代币(E-money Tokens, EMT)^{〔9〕}与资产参考代币(Asset-referenced Token, ART)^{〔10〕}分类监管,并制定差异化监管规则,明确限制非欧元稳定币在欧元区的支付功能。^{〔11〕}其中,电子货币代币类别特指锚定单一法币且主要作为支付工具的稳定币,只有合规欧元稳定币才可用于商品与服务的支付。根据 MiCA 规定,电子货币代币发行商必须具备欧盟电子货币机构或信贷机构资质,发

〔6〕 See Reuters, *EU States Approve World'S First Comprehensive Crypto Rules*, available at <https://www.reuters.com/technology/eu-states-approve-worlds-first-comprehensive-crypto-rules-2023-05-16/>, last visited on Feb. 20, 2025.

〔7〕 See Congress. Gov, *S. 394 - 119th Congress (2025 - 2026): GENIUS Act of 2025*, available at <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/394>, last visited on Jul. 20, 2025.

〔8〕 《稳定币条例》全文, 参见 <https://www.legco.gov.hk/yr2025/chinese/ord/2025ord017-c.pdf>, 最后访问时间: 2025 年 7 月 20 日。

〔9〕 See MiCA, Article 3 (1) (4).

〔10〕 See MiCA, Article 3 (1) (3).

〔11〕 MiCA 法规全文, 参见 <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>, 最后访问时间: 2025 年 7 月 1 日。

布详细说明代币结构与担保措施的白皮书，确保代币持有人享有对发行机构的赎回请求权，持有足额储备资金并支持自由赎回。稳定币作为加密资产中具有潜在影响力的子类别，若在全球稳定币缺乏监管的情况下大规模应用，可能凭借其网络效应和跨境大额转移能力对金融稳定构成风险。MiCA 通过制定发行、储备管理和透明度方面的明确指引，力求在创新与稳定之间取得平衡。这些监管框架体现了对稳定币监督的大致共识，旨在增强金融市场稳定性，同时支持技术创新。

中国香港特区《稳定币条例》于 2025 年 8 月 1 日正式生效，相关细则《持牌稳定币发行人监管指引》业已出台。^[12]《稳定币条例》定义的稳定币可以锚定任意法币，含港元、美元和人民币等，仅授权持牌机构向散户销售稳定币；任何在香港发行法币稳定币，或在境外发行锚定港元价值的稳定币并向香港推广的机构，必须向香港金融管理局（HKMA）申领牌照。稳定币的发行机构必须以持有的 100% 高流动性资产（如现金或短期国债）作为储备，并进行独立托管和定期审计；必须确保稳定币持有人能按面额及时赎回；非银行机构需满足 2500 万港元的最低股本要求；持牌机构须遵循严格的反洗钱/反恐怖融资（AML/CFT）、风险管理、网络安全及信息披露规定；所有交易需完成实名认证（KYC），资金流向全程可追溯。

香港监管框架为离岸人民币稳定币预留接口，有利于探索在“一带一路”项目中利用锚定人民币的稳定币解决跨境支付瓶颈。MiCA 法案通过高合规成本建立金融安全的壁垒。受监管规则影响，Coinbase 等知名加密资产交易平台已对欧盟用户下架 USDT，实质形成数字欧元保护区，为欧元货币主权构筑数字防线，为未来数字欧元或合规欧元稳定币的推出铺路。香港通过《稳定币条例》争夺全球数字金融与加密资产话语权，通过本地合规稳定币的推出以及加密货币友好型政策的陆续出台，强化香港国际金融中心的优势竞争地位。综上，稳定币监管呈现明显的区域分化特征，目前主要形成三种典型模式，分别为美国绑定美债模式、欧盟货币主权防御模式及香港离岸枢纽模式。香港相关法规秉持货币政策中性，《GENIUS 法案》强化美元在全球货币市场的主导地位，欧盟的监管法规则具有壁垒策略特色。近年来，链上各类资产交易几乎全部使用美元稳定币作为支付工具。传统资产上链，RWA 亦多以美元稳定币计价，《GENIUS 法案》将进一步巩固美元对链上资产的定价权。在全球稳定币监管竞争中，《GENIUS 法案》借助美元稳定币巨大市场先发优势，最可能冲击其他法币稳定币的市场，强化美元稳定币的领先地位。

不同发达经济体的监管框架各有千秋，但基本都涉及储备金透明度要求、反洗钱及反恐怖融资、破产保护与消费者权益保护条款，这些核心原则也是中国未来出台相关法规时重要的参考基础。不过，《GENIUS 法案》也存在一些不足。首先，其没有为稳定币建立最后贷款人或保险兜底机制。美元稳定币发行商存放现金或其他资产的银行一旦出现风险，将在链上瞬间放大稳定币价格与流动性冲击。其次，稳定币发行商可资验证的储备资金透明度、可执行的兑付承诺、可预演的有序处置是保证稳定币健康的基石，这些基石目前似乎并未受到立法者高度关注。再次，良好的稳定币监管结构需要赎回/流动性的实时报告与每日资产净值报告，最低短期流动资金比率及定期要求透明的内部审计，等等，这些核心内容在包括美国在内各地区的法案中尚未得到充分

[12] 《持牌稳定币发行人监管指引》全文，参见 https://www.hkma.gov.hk/media/gb_chi/doc/key-functions/ifc/stablecoin-issuers/Guideline_on_supervision_of_licensed_stablecoin_issuers_chi.pdf，最后访问时间：2025 年 8 月 2 日。

体现。最后，稳定币所依托的公有链类似监控网络，每笔资金往来都属公开数据，这带来用户隐私与商业秘密暴露风险，这一风险在法案中亦未能受到重视。一旦用户的稳定币钱包地址向外界公开，那么因钱包地址一般公开存储了用户历年稳定币往来支付记录，第三方技术公司可据此分析、揭示用户的资金体量、资金往来、财务策略、商业情报、薪资数据及其背后的竞争优势。因此，增强与现有公有链兼容并符合金融监管要求的隐私保护，当是未来稳定币法案修正时的重要内容，也是稳定币发行商提升隐私保护的技术发展方向。

（二）数字货币主权博弈及稳定币的影响

2017 年以来，中美在国际金融体系层面的金融安全冲突在加强。2022 年俄乌冲突爆发后，美国滥施金融制裁，全球多国为规避被美国金融制裁或胁迫的政治风险而加速“去美元化”步伐。中国通过与多国开展人民币贸易结算、持续完善人民币国际化制度和基础设施，稳步推进“去美元化”进程，通过降低对美元体系的依赖性提高自身的政治自主性。鉴于中美战略竞争的长期化趋势，中国“去美元化”需求和实践及中美在该问题上的金融安全冲突也将长期持续。学者认为，这一冲突长期来看有可能加快美国金融霸权衰落和结构性国际金融权力转移。^[13] 不过，美元稳定币很可能为美国带来新机遇——美元稳定币实现了美元代币化，保证美元代币基于美国资产创建，契合美国核心利益，其快速扩张甚至可能逆转“美国金融霸权衰落和结构性国际金融权力转移”的趋势。

具体而言，稳定币的快速增长与流通使用，继续维持及推进了美元的国际货币主导地位，使稳定币发行商成为美债“接盘侠”。对多数国家而言，稳定币成了货币主权博弈的新领域。研究者指出，稳定币在过去 12 个月内持有 1280 亿美元美国国债，使其成为美债前 20 大持有者，超过德国、沙特等主权国家。花旗银行预测，到 2030 年稳定币持有的美债可能飙升至 3.7 万亿美元，成为全球最大持有者。^[14] 美元稳定币发行商已成为美债极为重要的买家。据稳定币发行商 2025 年 8 月初的官网数据，泰达公司发行约 1600 亿美元 USDT，其储备资产中约 81% 为美国短期国债。^[15] 这种设计构建了自动购入美债循环：全球用户以美元现金购入美元稳定币→发行商以美元现金增持美债→降低美国财政融资成本。稳定币惊人的增长速度使其在全球金融领域影响力增大。虽然美元稳定币使得支付与清结算绕过环球同业银行金融电信协会（SWIFT）不可避免，但稳定币支付并未绕过美元。

美元稳定币全球范围内的普及创造了社会对美元的广泛需求。稳定币由市场驱动，用户倾向于选择其所锚定的货币信用最稳定、最强势及最被广泛接受的稳定币，美元稳定币因此成为全球用户首选，这使其他国家（尤其是非洲及拉丁美洲国家）信用较弱的法定货币边缘化。美元稳定币在跨境交易中更易获取和更具流动性，进而重塑国际金融格局。美元稳定币对他国法币将产生多维度冲击：一方面，强势法币对其他竞争力差的法币（国际接受度低、贬值严重）产生显著竞争优势；另一方面，基于区块链账本的准货币流通模式为美元稳定币国际化提供了高效且低成本的途径。因此，中国需要积极思考如何提升本国货币的竞争力，探索以技术赋能等途径提升人民币的国际化。

[13] 参见张发林、姚远：《金融安全困境的逻辑与实践》，载《国际政治科学》2025 年第 1 期。

[14] See Daren Matsuoka, *Stablecoins: A 1+ Billion-user Onboarding Opportunity*, available at <https://a16zcrypto.com/posts/article/stablecoins-data-users-onboarding/>, last visited on Jun. 11, 2025.

[15] 相关数据参见 <https://tether.to/en/transparency/?tab=reports>，最后访问时间：2025 年 8 月 4 日。

《GENIUS 法案》助推美元国际货币主导权升级。美元稳定币是美元国际货币主导权的数字化延伸，依托区块链账本增强美元的国际渗透力。同时，美国的法案实质上输出全球监管标准，推动境外美元稳定币发行商符合美国监管标准，否则禁止向美国用户提供服务。这种“长臂管辖”使美元稳定币标准成为事实上的全球标准。虽然欧盟允许锚定欧元的合规稳定币，香港特区允许锚定不同币种的稳定币，近期日本、韩国亦正在讨论锚定本国法币的稳定币立法，但美元稳定币具有最强的流动性和无与伦比的先发优势。同时，美国摩根大通、花旗等著名银行正探索联合发行稳定币，Visa 与 MasterCard 已支持美元稳定币结算网络，使美元支付体系从 SWIFT 扩展到区块链网络，正形成双轨美元清算主导权。总之，美国《GENIUS 法案》推动了美元稳定币重构全球金融体系，包括利用稳定币吸收欧洲规模巨大的美元市场，通过私营发行商的市场化力量，向亚非拉等发展中国家推广稳定币，部分甚至大规模取代当地法币。

通常，货币形态分为基础货币（M0）、狭义货币（M1）和广义货币（M2），M0 包括流通中的现金+商业银行库存现金，M1 包括现金+活期存款（直接用于支付），M2 包括 M1+定期存款（需转换为现金才能支付）。在实践中，稳定币发行商（如泰达公司）收到授权参与者支付的一百万美元现金（M1），并将现金买入美国短期国债或其他投资品，同时支付给授权参与者一百万枚 USDT（等同于 M2）。这些 USDT 本质上是发行方对授权参与者负债的电子凭据，但该债务凭证与常规债务凭证有着巨大差异——USDT 具有很强的可分割性（细分到一美分）、流动性与全球范围内的可接受性，在投资市场（尤其是加密资产领域）继续承担了支付和交易媒介功能，并可以通过加密资产交易所出借和质押，获得投资理财收益，基本等同于 M1 这种高流动性的货币形态。因此，该过程出现类似商业银行货币创造及信用扩张的功能。^[16] 稳定币扮演链上“美元影子银行”的角色，发行方储备金资产池类似“链上货币市场基金”，把用户支付的美元投资到短期国债等资产，挑战央行在货币发行与商业银行信用创造方面的垄断。稳定币发行与流通将产生货币派生的乘数放大效应，《GENIUS 法案》等法规尚无相关条款充分应对。不受监管的稳定币发行商（如泰达公司）可能因规模庞大的货币创造而在某个细分投资领域（如加密资产）催生通货膨胀、资产泡沫、过度负债、银行挤兑及资源错配等风险，其货币创造功能几乎逸出了一国传统货币政策调控范围。

（三）合规化驱动下的金融生态重构

发达经济体围绕稳定币展开的监管竞争，反映了加密资产国际竞争背景下的规则重塑与战略先发，一定程度也是数字金融主导权的争夺。传统上，只有特许银行才能创造立即可用的货币形式（如活期存款）。《GENIUS 法案》将稳定币定义为支付工具而非证券，禁止稳定币发行商支付利息，赋予其类似 M1 货币的地位，意味着非银行机构获得法定货币代币的发行权。监管路径清晰化提供的合规稳定币指引，进一步促进美元稳定币市值大增。这种扩张使美元清算体系转向基

[16] 国际清算银行发布的 2025 年经济报告认为，稳定币未能通过弹性测试（elasticity test），这是因为发行方的资产负债表无法随意扩张。任何额外的稳定币供应都需持有者全额预付，即严格的预付现金安排，无法在系统运行需要时创造杠杆空间。与此不同，银行可在监管限制内弹性伸缩资产负债表。See *BIS Annual Economic Report June 2025*, pp. 85–86, available at <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e.pdf>, last visited on Aug. 5, 2025. 笔者认为上述观点不完全准确，报告忽略了稳定币（发行方对持有者的负债凭证）进入流通领域后，再度承担了货币的大部分功能。

于区块链上的数字美元代币，嵌入各类分布式支付系统，实现范式转变。

美元稳定币为交易所、去中心化金融（DeFi）和非同质化通证（NFT）等生态提供数字化支付与结算媒介。未来，美元稳定币具有对传统金融体系部分重构的巨大潜力。对全球拥有手机但无银行账户的广大穷困人群而言，稳定币直接带来高效金融服务，促进商业发展及优化人们资金配置效率。欠发达国家或地区民众借助稳定币可将弱信用货币换成高信用的货币，借助稳定币完成对美股、黄金或美债等资产的配置，获得各种理财与投资收益。美国进一步促进稳定币合规化程度后，将使得许多加密资产圈外人士因为推广开始使用稳定币，了解更多加密资产相关知识，增加加密资产投资者人数，推动区块链金融生态发展。

受监管的美元稳定币爆发性增长还得益于区块链基础设施成熟与支付场景深度融合。在技术支撑方面，高吞吐量公链（如波场）使稳定币支付成本降至传统跨境支付体系的十分之一甚至更低，到账确认时间短，在支付成本和支付效率方面均优于传统跨境汇款。因此，稳定币在跨境支付及国际贸易方面具有独特优势。在支付应用场景创新方面，国际信用卡巨头 Visa 与美国稳定币发行商 Circle 合作推出稳定币银行卡，这类 Visa 卡底层通过美元稳定币 USDC 结算。此外，近年来加密资产交易所与另一国际信用卡巨头万事达卡开发多代币网络，整合链上与链下资产。万事达卡合作推出数字借记卡（如 USDT 银行卡，业内简称“U 卡”），其核心支付逻辑是使用 USDT 往 U 卡充值，为用户提供与所锚定法币保持 1:1 稳定兑换比例的支付手段。U 卡绑定支付软件（如 Apple Pay、PayPal、Alipay 或微信支付等），就可在线下各种实体场景中消费。^{〔17〕}不同于比特币等价格经常巨幅波动的加密资产，美元稳定币使 U 卡在日常支付中使用具有可行性。《GENIUS 法案》生效后，U 卡可能成为重要的支付卡之一。上述国际信用卡巨头允许发行表面为传统银行卡、底层实际使用稳定币支付的混合金融支付工具，这种变革使得稳定币从区块链金融生态向大众国际支付场景快速渗透，对传统金融体系构成深远影响。

三、美元稳定币对我国金融安全与监管政策的挑战

（一）对我国金融安全的冲击

建设金融强国是实现金融安全的重要根基。强大的货币是金融强国建设中“六个强大”之一。^{〔18〕}打造强大的货币，要保证人民币币值稳定，对外维护货币主权利益，提升人民币国际地位。^{〔19〕}中国需要持续防御外来金融冲击的能力，以确保本国货币政策独立决策、金融系统稳定运行和金融行业持续发展。不过，美元稳定币的跨境、去中介特性对人民币货币体系构成前所未

〔17〕 参见《关于 4E 金融卡上线的公告》，载 https://help-center.4ezn48.com/#/category?code=NOTICE%3Anews&showContent=true&lang=zh_CN&ver=4.8.5&from=app&articleId=8cdec870-2578-465a-90cb-5f55a87e6cb3，最后访问时间：2025 年 8 月 11 日。有的区块链金融项目允许用户将稳定币存入去中心化应用（dApp），如使用 Visa 借记卡/信用卡一样消费。全球用户可在该去中心化应用上注册，拥有 Visa 支持的稳定币借记卡/信用卡，就可接受 Visa 卡的地方消费。相关信息可参见 <https://www.ether.fi/app/cash/sign-up>，最后访问时间：2025 年 8 月 11 日。

〔18〕 参见中央金融委员会办公室、中央金融工作委员会：《锚定建设金融强国目标 扎实推动金融高质量发展》，载《人民日报》2024 年 2 月 20 日，第 9 版。

〔19〕 参见刘晓星、邱龙森、张晨曜：《金融安全助力金融强国建设：理论内涵与实现路径》，载《东南大学学报（哲学社会科学版）》2025 年第 2 期。

有的挑战。首先是主流支付体系被边缘化风险及法币替代的潜在危机。美元稳定币依托区块链技术构建高效的跨境支付网络，绕过主权国家主导的传统支付清算系统，可能部分导致中国支付基础设施被边缘化，威胁人民币货币主权和金融安全。稳定币与著名国际信用卡机构合作，搭建全球化的支付渠道，拓展了中国线下支付场景应用，对中国现有银行支付、第三方支付渠道及金融监管带来冲击。美元稳定币在跨境贸易支付中的渗透可能架空传统支付系统。以中国为例，尽管人民币跨境支付系统（CIPS）覆盖多个国家，多家外资银行参与，但易受地缘政治干扰。若美元稳定币通过境外加密资产交易平台、场外交易（OTC）或去中心化金融等渠道大量流入中国境内，可能形成数字美元暗渠，叠加 U 卡广泛使用，将分流人民币跨境支付系统结算需求，其线下多渠道应用场景可能部分造成本国法币替代。在诸如一些亚、非、拉国家，一些群体将储蓄转为 USDT，已导致本国银行体系部分存款流失。这种数字美元代币若在“一带一路”沿线蔓延，将可能阻碍人民币国际化进程。前述欧盟 MiCA 法案明确限制非欧元稳定币用于商品支付，以保护欧元区支付主权，可资借鉴。

其次是“三元悖论”激化。稳定币依托区块链实现点对点跨境转账，冲击“资本自由流动—汇率稳定—货币政策独立”不可能三角。国家管理经济时常面临资本自由流动、汇率稳定和独立货币政策这三项目标难以同时实现的情况，只能三选二，这被称为经济学上的“不可能三角”。稳定币的技术特性正在同时打破这三项限制。在打破资本管制方面，民众通过手机就可把本国法币换成美元稳定币，直接实现跨境支付；在削弱汇率控制方面，民众可以抛售本国法币囤积美元稳定币，导致本国货币需求下降，央行稳汇率难度加大；在干扰利率政策方面，国内降息时，资金可能流向美元稳定币，并在一些加密资产交易平台购买稳定币理财产品，享受更高收益，可能使国内宏观货币调控政策失灵。稳定币像数字地下通道，让资金绕过国家金融监管围墙自由进出，可能使国家在资本管制、汇率稳定和利率调控上同时失守。

（二）我国压制型监管政策的再审视

2021 年 5 月，国务院金融稳定发展委员会召开第 51 次会议，明确打击比特币挖矿和交易行为。^{〔20〕} 2021 年 9 月，国家发展和改革委员会等部门发布《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》，将虚拟货币“挖矿”活动列为淘汰类产业。同年 9 月，中国人民银行等部委发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，强调开展法定货币与虚拟货币兑换业务、虚拟货币之间的兑换业务、作为中央对手方买卖虚拟货币、为虚拟货币交易提供信息中介和定价服务、代币发行融资以及虚拟货币衍生品交易等虚拟货币相关业务活动涉嫌非法发售代币票券、擅自公开发行证券、非法经营期货业务、非法集资等非法金融活动，一律严格禁止，坚决依法取缔。至此，中国监管政策对包括稳定币在内的加密资产持否定性评价，整体呈压制型监管特征。加密资产领域的规范性文件关乎私主体的行为边界，易造成减损权利、加重义务等不利后果，对公民既有财产权益影响重大。^{〔21〕} 监管部门及司法机关倾向于认定加密资产委托投资等民事行为

〔20〕 参见《刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会第五十一次会议》，载 https://www.gov.cn/xinwen/2021-05/21/content_5610192.htm，最后访问时间：2025 年 8 月 5 日。

〔21〕 参见邓建鹏、马文洁：《加密资产司法救济的障碍与化解路径——以首例比特币仲裁撤销案为视角》，载《陕西师范大学学报（哲学社会科学版）》2023 年第 1 期。

因违背公序良俗而无效，对加密资产合法持有者的损失不予救济与保护，相关投资风险自担，纠纷自行解决。

我国严格禁止加密货币和法币场内交易，但稳定币生态在我国金融体系中一直不断发展。因此，我国对稳定币过于简单粗暴的监管范式实际上漠视了稳定币在我国客观存在这一事实。^{〔22〕}这种压制型监管造成稳定币领域的制度真空，长期来看，这在私法层面未能有效保障稳定币合法持有者权益，使包括稳定币在内的加密资产面临“客体非法性”阴霾，导致个人、企业乃至公权力机关在持有、交易、计价和处置这类加密资产过程中面临合法性制度障碍。压制型监管政策在公法层面未能有效应对美元稳定币对中国金融安全的冲击以及借助稳定币洗钱、恐怖融资、资本外逃及本国法币地位可能被弱化等一系列问题。压制型监管引发中国对全球稳定币治理参与不足，产生国际规则制定权弱化等后果。该政策导致的制度真空未能有效回应如下趋势：发达经济体争相制定监管规则，以法律框架“规训”稳定币，使稳定币为其所用，如美元稳定币发行商把全球用户支付的美元现金投资到美国国债等资产，成为美国财政部融资的重要渠道。

此外，压制型监管政策部分产生了意想不到的“涟漪效应”。2017 年 9 月，央行等部委发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，明确禁止金融支付机构参与加密资产业务，并要求清退境内交易所。为此，华人背景的加密资产交易所取消了为加密资产直接提供与法币交易的服务，币币交易（如比特币和以太币之间交易）取而代之。但这种模式无法在比特币价格下跌时为用户提供变现或保值途径。多数交易所开始在交易中集成 USDT 作为法币的替代和交易媒介，获得广大用户欢迎，2014 年就已出现的 USDT 市值自此开始飞速增长，在很长时间，USDT 的最大持有者为华人背景的用户。压制型监管政策“意外”促进了 USDT 爆发式增长及美元数字化。古人云：“制度不可不察也，治法不可不慎也，国务不可不谨也。”^{〔23〕}区块链金融领域长期有效防范风险，所需要的恐非“一刀切”模式，而是更有弹性的治理机制。

四、我国应对策略的建议

（一）由压制型监管到协同治理理念的调整

纵观稳定币十余年发展历程，稳定币由市场需求及金融科技公司共同驱动，在境外较为包容的监管环境中发展壮大。在 2025 年，据报道称，美国著名支付服务提供商 Stripe 公司宣布推出 Tempo 区块链，专为稳定币支付和企业应用而设计，目标是构建 Stripe 公司能够掌控且能优化跨境结算的区块链。世可公司计划推出 Arc 链，以 USDC 作为 gas 代币（在该区块链上执行交易时的“燃料”），提供可选择的隐私功能和内置的外汇引擎。泰达公司和加密资产交易所 Bitfinex 宣布推出 Plasma 区块链，打造结算和金融基础设施。这些链兼容以太坊虚拟机（EVM）架构，将自身与以太坊生态系统联系起来。^{〔24〕}可见，稳定币行业竞争与技术发展依旧异常激烈和快速，

〔22〕 参见赵炳昊：《应对加密数字货币监管挑战的域外经验与中国方案——以稳定币为切入点》，载《政法论坛》2022 年第 2 期。

〔23〕 《商君书·壹言》。

〔24〕 See Jeff Dorman, *Everyone Wants to Have Their Own Layer-1*, available at <https://www.ar.ca/blog/everyone-wants-their-own-layer-1>, last visited on Aug. 9, 2025.

成为促进行业迅速发展的动力来源，并再度说明以太坊这类公有链才是新一代金融体系的基础设施。因此，中国可从以往重视联盟链技术研发转到重新考虑公有链的发展，往昔“币链分离”“无币区块链”等政策理念与国外一些包容政策存在较大距离，值得重新审思。

学者谓，在共同治理的体制下，政府的角色从控制者向服务者和促进者转化，法律成为各参与主体共同面对问题的解决手段。治理意味着主体转换思维，达成共同目标。中央和地方政府、行业协会、网络交易平台和企业都是政策制定和执行过程的治理参与者。这种协作共治的方法可以促进合作者之间在不断协商中调整期望值，形成拥抱变化的能力，以应对不确定性。^{〔25〕} 稳定币自上而下的压制型监管模式向协同治理转化，这种具有弹性的治理模式将有助于我国更好应对美元稳定币的挑战。学者认为，金融创新与金融监管之间已超越传统二元对立模式，监管核心目标不再是单一的管制，而是主动契合金融创新发展趋势，通过金融监管为金融创新提供长足动力。^{〔26〕} 随着我国金融市场对外开放进程的加快，不管是国内市场还是国际市场，金融机构的网络关联度日渐加深。我国金融市场系统性风险已经进入多发阶段，面临着内部变革和外部挑战的双重考验，国际国内两个市场与两种风险交织多变。^{〔27〕} 对包括稳定币在内的各种加密资产给予简单的压制，并未有效隔绝风险，同时可能使中国错失金融科技发展的机遇，影响金融创新与金融效率。而缺乏效率的金融体系，其安全的根基将被侵蚀。

香港监管规则要求发行人遵守金融行动特别工作组“资金转移规则”（Travel Rule），在虚拟资产转移时必须随交易传递发起人和受益人的身份信息，发行人有责任核实其发行的稳定币最终由谁持有。2025 年年初以来，美国总统特朗普承诺将美国打造为世界“加密资产之都”，香港亦积极打造全球 Web3 和虚拟资产中心。在全球高度竞争的稳定币市场，与其他注重去中心化和相对匿名性等较宽松的稳定币项目相比，初期即过度严苛的合规要求很可能使香港稳定币行业在竞争环境中缺乏优势。《GENIUS 法案》给香港带来明显“监管竞争”压力。我们认为，香港拥有背靠内地的优势，在风险可控前提下，可以包容精神为基调，及时适当调整稳定币监管细则，吸引和留住优质稳定币发行商。金融管理当局应逐渐消化吸收监管实践中的经验和教训，后期进一步完善监管规则，提高合规门槛。在监管理念转型背景下，监管者一方面要秉持金融安全、维护货币主权，另一方面要仔细研判全球区块链金融发展大势，通过与国内外稳定币重要利益相关者（稳定币发行商、发行商资金储备银行、中心化加密资产交易所、去中心化交易所核心研发团队、加密钱包服务商、支付服务商和作为重要授权参与者的跨境贸易企业等）协商、沟通，共同达成稳定币监管与发展的“底线思维”，在稳定币风险的协同治理与监管中探索平衡之道。

在稳定币领域，多元协同治理理念优于自上而下的压制型监管模式。学者谓，金融风险治理是一项长期、系统的工程，通过金融领域的法律、法规、规章等建构的金融制度体系，既惩治破坏金融安全与金融秩序的违法违规行，也包容金融创新。在金融风险治理过程中需要多元主体

〔25〕 参见许多奇：《从监管走向治理——数字货币规制的全球格局与实践共识》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2021 年第 2 期。

〔26〕 参见梁彦红、李倩琳：《金融区块链模型的二元性与金融市场修正正义的统一》，载《河北学刊》2024 年第 3 期。

〔27〕 参见温长庆：《我国金融稳定制度的立法模式与体系化建构》，载《法商研究》2024 年第 4 期。

的配合，以形成协同治理理念。^{〔28〕}协同治理理念是以不同类型风险的影响机制为导向，强调在治理框架内部达成各类治理模式彼此之间的体系衔接，强调“多中心的治理主体、动态系统中子系统的协同性、自组织间的协同性和共同规则下社会秩序的稳定性的稳定性”^{〔29〕}。这种理念益于建立竞争性的开放金融市场，有效回应稳定币的风险与挑战，取得全球竞争的制度优势。

（二）构建货币防火墙与提升金融反制裁能力

中国可考虑采取分步骤、分层次及分区域的方式，逐步开放稳定币发行与流通。在发展稳定币的初期，金融监管机构可考虑适当限制非我国授权发行的稳定币，出台相关金融监管规则，参考欧盟 MiCA 法案对非欧元稳定币的限制，赋予中国人民银行实时取缔权，要求境内银行和支付机构限制非授权稳定币交易接口，尤其是要求向中国公民推广稳定币的境外发行商接受中国金融监管机构监管，维护货币主权。与此同时，监管者可在粤港澳大湾区建立数字人民币与香港稳定币官方兑换通道，对接“一带一路”贸易平台，实现小额贸易实时结算。

基于无许可区块链发行锚定人民币的稳定币，不仅有助于人民币国际化，还有助于提升我国金融领域反制裁的能力。学者谓，美国对被制裁国实施金融制裁，中国有必要为应对未来美国金融制裁可能带来的不良影响做好准备。加密货币市场规模的扩大和其在一些国家展现出的反制裁功能值得重点关注和研究。^{〔30〕}学者认为，中国人民银行数字货币研究所与香港金融管理局、泰国中央银行、阿拉伯联合酋长国中央银行共同发起多边央行数字货币桥（简称 mBridge）项目，建设可绕开 SWIFT 系统的新的跨境支付基础设施。mBridge 或可成为 SWIFT 系统最有效的替代方案。^{〔31〕}这种方案恐怕过于乐观。一方面，参与各国易受地缘政治影响，在近年欧美施压下，数字货币桥的有效性有待观察；另一方面，各国央行数字货币推广后，其市场接受度非常有限。与央行数字货币这种中心化发行、灵活性有限的货币不同，稳定币依托多个无许可区块链全球发行与流通，这些区块链以安全、去中心化和抗审查为特色，他国施加制裁、冻结难度大，应用场景理论上可无限多元化（如可编程，与人工智能体结合支付），因此，我国鼓励有条件的企业在合适之机发行锚定离岸人民币的稳定币，推动集中管理的账户系统（传统支付体系或央行数字货币）与区块链分布式账户系统并行，是未来反制美国金融制裁的重要途径。

近年来，美国对央行数字货币（CBDC）实施限制甚至禁止措施，2025 年 7 月，美国众议院通过“反央行数字货币监控国家法案”（Anti-CBDC Surveillance State Act）。^{〔32〕}同年 8 月，美国众议院新版国防授权法案（National Defense Authorization Act, NDAA）亦新增“反央行数字货币监控国家法案”条款。^{〔33〕}上述法案均禁止美联储向个人直接发行央行数字货币，以避免个

〔28〕 参见郭金良：《金融司法与监管的协同：穿透式审判中的挑战与回应》，载《当代法学》2024 年第 5 期。

〔29〕 赵精武、周瑞珏：《论数字法学研究范式的转向：风险体系化治理》，载《求是学刊》2024 年第 4 期，第 143 页。

〔30〕 参见沈伟、苏可桢：《数字货币的制裁维度：非对称性金融反制裁的路径与因应》，载《世界社会科学》2024 年第 3 期。

〔31〕 参见黄晓薇、杜莉、卞洋：《金融制裁背景下跨境支付体系的新路径探索——基于 SWIFT 与 mBridge 的比较分析》，载《亚太经济》2024 年第 5 期。

〔32〕 法案主旨，参见 <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/1919>，最后访问时间：2025 年 8 月 3 日。

〔33〕 See Sarah Wynn, *Anti-central Bank Digital Currency Provision Added to US House's Must-pass Defense Bill*, available at <http://www.theblock.co/post/367876/anti-central-bank-digital-currency-provision-added-to-us-houses-must-pass-defense-bill>, last visited on Aug. 23, 2025.

人受之监控，危及金融自由。该法案未来势将影响中国数字人民币在境外的发展。美国在“9·11”事件后掌握 SWIFT 的主导权，通过 SWIFT 系统阻断受制裁对象的跨境支付通道，成为美国金融制裁的重要手段。数字货币和替代性支付渠道正在削弱美元在全球货币体系中的地位，成为规避制裁的渠道和方式，影响了美国金融制裁的有效性，是金融制裁和反制裁博弈的新场域。^{〔34〕} 以美国为代表，国家安全措施已经成为许多国家推行经济政策、强化国家监管、防御外资侵害和保护国内产业的重要监管手段。^{〔35〕} 美国以国家安全为由，将金融制裁作为外交权力工具，服务于美国外交政策、国家安全等目的。“金融安全是国家安全的重要组成部分。”^{〔36〕} 在提升人民币国际化与中国金融反制裁能力方面，监管部门可鼓励金融科技企业优先在香港发行锚定人民币的稳定币，这将是良好应对方略。

鉴于美元稳定币已形成网络和规模效应的巨大优势，中国处于必须及时应对的阶段。在当前，应以香港为“试验田”，稳步推进离岸人民币稳定币试点，支持香港联合内地自贸区，鼓励有条件的金融科技到香港参与稳定币发行实践，从离岸人民币稳定币着手探索。通过试点积累经验，为后续在中国境内外推广人民币稳定币奠定基础，并探索其与央行数字货币的协同机制。离岸人民币稳定币具有显著战略价值，可构建独立于国际资金清算系统的人民币跨境新通道，激活万亿元以上规模离岸人民币资金池。香港成功试点后，金融监管部门可推动一带一路多边稳定币合作，联合共建国家主权基金发行锚定人民币的稳定币，这些努力将开启数字人民币国际化的新路径，成为未来跨境贸易支付体系重构的关键支点，不仅有可能补充人民币跨境支付系统受到的制约，还有望构建起一条独立于国际资金清算系统体系的通道。

（三）推动国际规则治理与科技赋能

学者谓：一方面，当前的金融监管体系是按照中心化金融服务模式构建的，而加密货币体系的去中心化意味着完全按照“相同活动、相同风险、相同规则”的原则监管加密货币最终可能行不通；另一方面，当前的金融监管和治理是国家化的，而加密货币和去中心化金融是全球性的，需要国际监管组织更加关注和重点解决“业务全球化、治理国家化”的问题，并防范美国在全球加密货币治理体系中的霸权主义。^{〔37〕} 因此，鉴于稳定币跨境流动的天然特征，跨国监管与协同治理至关重要。在治理层面，中国金融监管机构可考虑以下策略：一是倡导稳定币主权许可国际规则，在国际清算银行、国际货币基金组织（IMF）和巴塞尔银行监管委员会框架下，推动稳定币发行须获锚定法定货币所在国家的金融监管机构批准，限制无发行牌照/监管的稳定币，压缩其市场份额；二是在具体国际规则制定方面，各国当局与国际组织对稳定币发行相关风险提出的监管规则已大致形成一些共识，这涵盖许可准入、资本要求、客户资金保障、风险管理、网络安全、反洗钱/反恐融资（AML/CFT）以及消费者与投资者权益保护等多个方面，^{〔38〕} 中国监管机构基于上述共识及金融安全诉求，可进行适当增删，积极参与国际规则制定；三是提升监管科

〔34〕 参见沈伟：《金融制裁与反制裁中的国家能力建设》，载《财经法学》2024年第5期。

〔35〕 参见沈伟：《国际经济法的安全困境——基于博弈论的视角》，载《当代法学》2023年第1期。

〔36〕 杨松、宋怡林：《习近平法治思想中金融法治观的理论创新和实践贡献》，载《财经法学》2024年第6期，第7页。

〔37〕 参见沈建光、朱太辉：《加密货币与金融体系融合加速，四大趋势值得关注》，载《第一财经》2025年5月18日，第1版。

〔38〕 See Juan Carlos Crisanto, Johannes Ehrentraud & Denise Garcia Ocampo, *Stablecoins: Regulatory Responses to Their Promise of Stability*, available at <https://www.bis.org/fsi/publ/insights57.pdf>, last visited on Aug. 1, 2025.

技水平，构建链上资金穿透式监管，建立跨境稳定币监测平台，以人工智能识别异常资金流动。去中心化金融与非同质化通证监管真空为洗钱提供隐蔽通道。如犯罪集团利用跨链兑换掩盖资金流向，凸显监管科技升级的紧迫性。针对稳定币定制治理策略，技术升级可减少涉稳定币相关违法犯罪，包括人工智能与数据整合的进步为打击金融犯罪提供新路径，这些创新有助于减少合法交易被错误标记，提升欺诈交易识别率，利用区块链存储的交易溯源信息，追踪钱包网络中的稳定币流向，尤其是稳定币在与受监管的金融系统交互时，可强化反洗钱等合规监管。

当前香港相关监管原则多源于传统金融监管模式，比如香港《持牌稳定币发行人监管指引》第 3.5.1 款规定，持牌人应建立充分及有效的客户开户政策及程序。除非完成相关的客户尽职审查，否则不得向指明稳定币持有人及/或潜在指明稳定币持有人提供发行或赎回服务。^{〔39〕} 这类传统监管模式（如 KYC）在金融业中甚为常见，如征信制度通过建立系统化的信息收集、处理和共享机制，缓解信息不对称。^{〔40〕} 然而，传统金融监管模式的有效性在区块链金融领域正部分受到挑战。2019 年，反洗钱金融行动特别工作组将其全球反洗钱和打击恐怖主义融资标准扩展至虚拟资产（VAs）与虚拟资产服务提供商（VASPs）领域。根据该规则，反洗钱金融行动特别工作组要求虚拟资产服务提供商及金融机构在转移虚拟资产时，必须获取、保存并传递特定的发起方与受益方信息。^{〔41〕} 这在实践中一方面增加了被监管机构的巨额合规成本，另一方面大量不受监管的机构（如去中心化交易所、去中心化混币器和去中心化借贷）无视该规则，面向全球客户提供服务的加密资产交易所及一些知名稳定币发行商利用跨越不同司法管辖区域的便利进行监管套利，逃避该规则。稳定币领域不能简单沿用传统金融业的监管规则，而是需要新的监管智慧及新的技术手段辅助监管，比如链上数据分析能力，结合人工智能技术，通过对链上行为分析，有效识别可疑交易，而传统的身份识别未必是必备项。

国际清算银行 2025 年 8 月发布的报告指出，区块链上的公开交易历史可通过追踪稳定币任何特定单位或余额的来源与流转记录，为反洗钱及外汇管制等合规工作提供支持。基于特定加密资产单位或余额涉及非法活动的可能性生成的反洗钱合规评分，可在连接银行系统的关键节点（即“法币兑换出口”）被参考使用，此举既能阻断非法所得资金流入，也有助于培育加密市场参与者的“尽职义务”文化。^{〔42〕} 稳定币的健康发展需要国内重建治理机制创新与技术自主的政策环境。在协同治理层面，监管机构可鼓励稳定币利益相关者，尤其是区块链技术企业研发与当前主流区块链兼容的技术，同时在区块链基础设施中嵌入监管节点。监管者实时监控链上资产抵押率、追踪稳定币发行商的系统性风险、观察市场动态，无需等待季度报告。

〔39〕 另参见该指引第 6.5.8 款、第 6.5.10 款。

〔40〕 参见宁子昂：《大数据时代我国金融征信法律制度的完善》，载《当代法学》2024 年第 6 期。

〔41〕 See Financial Action Task Force, *Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, available at <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/recommendations/2025-Targeted-Update-VA-VASPs.pdf>, coredownload.pdf, last visited on Aug. 7, 2025.

〔42〕 See Inaki Aldasoro, Jon Frost, Sang Hyuk Lim, Fernando Perez-Cruz & Hyun Song Shin, *An Approach to Anti-money Laundering Compliance for Cryptoassets*, available at <https://www.bis.org/publ/bisbull111.pdf>, last visited on Aug. 16, 2025.

稳定币是现实资产代币化最早也是最成熟的应用。稳定币的普及加速了各类资产代币化进程，形成稳定币与资产代币化共生生态。2025 年贝莱德等世界著名资管公司推出代币化基金 BUIDL，投资美国国债等资产，总规模突破 70 亿美元。^{〔43〕}这类产品使投资者可通过美元稳定币购买链上美债份额，为稳定币提供持续的应用场景。香港布局多元资产，金管局鼓励 RWA 业务发展。^{〔44〕}中国可进一步推动离岸 RWA 与人民币稳定币的协同效应。稳定币与 RWA 分别代表链上资金和链上资产，同步发展 RWA 以代币化（Tokenization）方式表示和交易现实世界中的资产。发展 RWA 是中国香港未来可思考的方向，其将与国际贸易支付一道为人民币稳定币扩展应用场景。香港可依托背靠内地、面向全球的优势，构建 RWA 枢纽。在香港设立“RWA 沙盒”监管创新，优先允许内地金融资产经外管局额度审批后在港代币化，实现链上现金流自动分账，智能合约嵌入合规规则。稳定币与 RWA 的融合将重塑金融基础设施，RWA 依托区块链技术，允许全球投资者通过互联网访问这类资产，无需跨境中介或本地账户，将大大增加投资者群体，提升持有意愿，最终为人民币稳定币的应用场景开拓空间。

五、结 论

稳定币监管竞争实质上体现了数字金融主导权争夺战。美国通过《GENIUS 法案》构建美元—稳定币—美债闭环，使美元稳定币将来成为美债最大买家及美元全球渗透的数字化载体。推行离岸人民币稳定币是应对美元稳定币的首要破局关键。相关金融监管规则应限制非授权稳定币在中国内地流通，应在粤港澳大湾区建成数字人民币与香港离岸人民币的稳定币官方兑换走廊。中国可推动国际清算银行等国际组织共同制定稳定币主权许可国际标准，建成自主可控的跨境区块链清算网络。在具体实施保障与风险应对方面，中国金融监管机构未来可参考当前各监管法案的共识性原则及存在的不足，构建更为完善的稳定币监管体系，明确稳定币主权许可原则；最高人民法院可发布稳定币相关案件司法解释，明确稳定币等新兴领域的财产法律属性，保障合法持有者的权益。^{〔45〕}香港《稳定币条例》为人民币稳定币提供了制度基础。RWA 代币化是未来人民币稳定币的重要应用场景。可将金融资产等易数字化的资产优先代币化，为人民币稳定币提供广泛应用场景，避免稳定币“空转”。面对稳定币的风险与挑战，监管科技需超前布局，同时，监管机构应注重与各市场主体间的协同治理机制。跨链洗钱、算法稳定币等新型风险需链上穿透式监管应对，并借助稳定币市场参与主体的链上数据分析工具识别异常交易，共同应对传统监管规则与监管手段的不足。面对当前稳定币发展和监管新趋势，我国应把握战略窗口期，构建数字人民币国际化新生态与新途径。虽有学者认为，随着加密货币和移动支付快速发展，现金使用率持续下降，央行货币的“锚”地位随之受到威胁，引发全球各国

〔43〕 相关数据统计，参见 <https://app.rwa.xyz/treasuries>，最后访问时间：2025 年 8 月 21 日。

〔44〕 参见《销售及分销代币化产品》，载 <https://brdr.hkma.gov.hk/chi/doc-ldg/docId/getPdf/20240220-10-TC/20240220-10-TC.pdf>，最后访问时间：2025 年 8 月 1 日。

〔45〕 在相应法制供给空缺的背景下，最高人民法院可择机将一些相关案例上升为指导性案例，为新兴领域的利益纷争提供有效的示范和指引，这是填补制度空白的有效灵活方式。参见邓建鹏：《非同质化通证的法律风险及其规制——以交易平台为视角》，载《法学杂志》2024 年第 5 期。

对货币主权、支付体系安全与金融稳定等一系列核心问题的广泛担忧，^{〔46〕}但是，如果锚定人民币的稳定币借助广泛应用场景的扩张而得到健康发展，人民币的国际地位将得以提升。数字时代的金融主权争夺战要求中国将外部挑战转化为人民币国际化跃升契机，通过立法防御—离岸进攻—全球治理路径，依托香港“一国两制”优势，构建兼顾金融安全与金融创新的中国方案。

Abstract: The enactment of the U. S. GENIUS Act marks the entry of digital currency competition into a phase of regulatory restructuring. Compared to the EU's MiCA and Hong Kong's Stablecoin Ordinance, the U. S. GENIUS Act achieves a digital extension of the dollar's international dominance through a dollar-stablecoin-Treasury bond closed loop. Currently, mainstream stablecoins are essentially U. S. dollar-backed stablecoins designed to maintain approximate 1 : 1 convertibility with the dollar, posing potential challenges to China's monetary sovereignty in areas such as cross-border payments, capital flows, and monetary policy transmission. In response, China may adjust its regulatory approach by implementing practical measures including establishing a sovereign currency firewall, developing an offshore RMB stablecoin system, constructing a penetrative supervision technology platform, and fostering a coordinated ecosystem for real-world asset tokenization. Leveraging Hong Kong as a strategic hub, China could promote phased pilot programs and practical applications of offshore RMB stablecoins, form a multilateral stablecoin alliance with Belt and Road Initiative partner countries, simultaneously enhance on-chain fund monitoring and legislative safeguards, open new pathways for RMB internationalization in the digital age, and contribute to safeguarding national financial security and monetary sovereignty.

Key Words: stablecoin, currency sovereignty, digital currency, financial security, blockchain finance

(责任编辑：周 游)

〔46〕 参见孙浩、蒋晓宇：《央行数字货币如何影响货币金融体系运行——国际研究的新进展》，载《金融监管研究》2024 年第 9 期。